

Data produzione: 14 Aprile 2021 - h 20:30

Data pubblicazione: 15 Aprile 2020 - h 7.00

<b>GEL</b>	<b>Italy</b>	<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>Water Treatment</b>
<b>Rating: BUY</b>	<b>Target Price: €2,41 (prev. 1,77)</b>	<b>Update</b>	<b>Risk: Medium</b>

Stock performance	1M	3M	6M	1Y
absolute	0,54%	25,68%	22,37%	32,86%
to FTSE AIM Italia	-7,75%	7,27%	-12,43%	3,05%
to FTSE STAR Italia	-4,48%	15,08%	-1,85%	-25,31%
to FTSE All-Share	-1,60%	16,89%	-2,68%	-7,04%
to FTSE Small Cap	-4,83%	10,23%	-9,85%	-14,63%

#### Stock Data

Price	€ 0,93
Target price	€ 2,41
Upside/(Downside) potential	159%
Bloomberg Code	GEL IM EQUITY
Market Cap (€m)	6,69
EV (€m)	12,57
Free Float	30,49%
Share Outstanding	7.192.500
52-week high	€ 1,29
52-week low	€ 0,65
Average daily volumes (3m)	18.750

Key Financials (€m)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Sales	14,4	16,0	16,5	17,4
EBITDA	1,6	2,6	2,6	2,8
EBIT	0,4	1,4	1,4	1,6
Net Profit	-0,1	0,8	0,9	1,0
EPS (€)	-0,01	0,12	0,12	0,14
EBITDA margin	11,5%	16,1%	16,1%	16,3%
EBIT margin	2,6%	8,9%	8,8%	9,1%

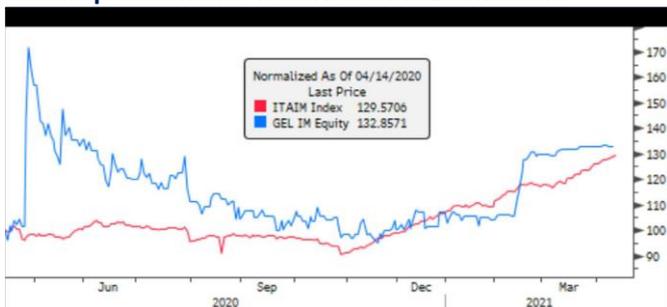
Main Ratios	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
EV/EBITDA (x)	7,6	4,9	4,7	4,4
EV/EBIT (x)	33,1	8,8	8,7	8,0
P/E (x)	-97,7	8,0	7,5	6,7

#### Antonio Tognoli

+39 02 87208 703

antonio.tognoli@integraesim.it

#### Stocks performance relative to FTSE AIM Italia



#### FY20 Results

I risultati del FY20 sono positivi, considerata la pandemia e in linea con le nostre stime. I ricavi sono risultati in flessione del 12,7% YoY a €14,4 mln (€14 mln la nostra stima). L'Ebitda è in flessione del 27,3% YoY a € 1,65 mln (€ 1,68 mln la nostra stima) quale effetto dalla riduzione dei ricavi sopra descritta. Nonostante le operazioni volte a contenere tutte le principali voci di costo, l'Ebitda margin si riduce all'11,5% (13,7% nel FY19). Nel corso del 2020 il lavoro del management non è stato teso solo al recupero di redditività ma anche ad un allargamento della base dei ricavi.

#### 2020-23E estimated update

In assenza di nuovi shock esogeni, nel medio-lungo periodo il mercato dovrebbe riassetarsi sui suoi trend di crescita storici. Nel FY24E ci aspettiamo un Ebitda di € 3,28 con un Ebitda margin del 17,4%. Riteniamo che tale livello di Ebitda sia sostenibile nel medio / lungo periodo grazie alla totale revisione dei costi complessivi che ha comportato una riduzione dei costi di struttura che nel 2024E abbiamo stimato di 6,0 punti percentuali rispetto al 2020A di cui circa 2,0 punti percentuali relativi ai costi fissi.

#### Valuation Update

Abbiamo valutato Gel sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili. Il DCF method (che nel calcolo del WACC include a fini prudenziali anche un rischio specifico pari al 2,5%) restituisce un equity value pari a €18,5 mln. L'equity value di Gel utilizzando i market multiples risulta essere pari €15,5 mln (includendo un discount pari al 25%). Ne risulta un equity value medio pari a € 17,4 mln. Il target price è quindi di €2,41 (prev. €1,77). Confermiamo rating BUY e rischio MEDIUM.

## 1. Economics & Financials

**Fig. 1 – Economics & Financials**

<b>INCOME STATEMENT (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Revenues	16,71	16,55	14,36	16,00	16,48	17,39	18,78
Other Revenues	0,08	0,07	0,06	0,10	0,10	0,11	0,11
<b>Value of Production</b>	<b>16,80</b>	<b>16,63</b>	<b>14,42</b>	<b>16,10</b>	<b>16,58</b>	<b>17,50</b>	<b>18,89</b>
COGS	7,32	7,14	6,75	7,34	7,72	8,30	8,87
Services	1,90	2,33	1,39	1,46	1,45	1,48	1,58
Employees	3,09	3,24	2,92	2,81	2,75	2,81	2,94
Other Variable Costs	1,70	1,65	1,71	1,91	2,02	2,07	2,21
<b>EBITDA</b>	<b>2,79</b>	<b>2,27</b>	<b>1,65</b>	<b>2,58</b>	<b>2,65</b>	<b>2,83</b>	<b>3,27</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>16,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>11,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,3%</i>	<i>17,4%</i>
D&A	1,28	1,36	1,27	1,15	1,20	1,25	1,35
<b>EBIT</b>	<b>1,52</b>	<b>0,90</b>	<b>0,38</b>	<b>1,43</b>	<b>1,45</b>	<b>1,58</b>	<b>1,92</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>9,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>2,6%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,2%</i>
Financial Management	(0,73)	(0,40)	(0,33)	(0,23)	(0,18)	(0,15)	(0,15)
<b>EBT</b>	<b>0,79</b>	<b>0,50</b>	<b>0,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,27</b>	<b>1,43</b>	<b>1,77</b>
Taxes	0,51	0,21	0,12	0,36	0,38	0,43	0,53
<b>Net Income</b>	<b>0,28</b>	<b>0,30</b>	<b>(0,07)</b>	<b>0,84</b>	<b>0,89</b>	<b>1,00</b>	<b>1,24</b>

<b>BALANCE SHEET (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20A</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
Intangible Asset	6,44	5,82	5,18	4,80	4,30	4,10	4,10
Tangible Asset	1,27	1,25	1,50	1,32	1,30	1,25	1,20
Financial Asset	0,06	0,19	0,48	0,35	0,33	0,30	0,28
Leasing	5,41	5,18	4,94	4,70	4,50	4,25	4,15
<b>Fixed Asset</b>	<b>13,19</b>	<b>12,44</b>	<b>12,09</b>	<b>11,17</b>	<b>10,43</b>	<b>9,90</b>	<b>9,73</b>
Account receivable	7,10	5,25	4,86	5,48	5,60	5,91	6,38
Account payable	3,23	2,98	2,59	2,78	2,92	3,09	3,31
Inventories	2,43	2,50	3,16	2,67	2,75	2,90	3,13
<b>Operating Working Capital</b>	<b>6,31</b>	<b>4,76</b>	<b>5,43</b>	<b>5,37</b>	<b>5,43</b>	<b>5,71</b>	<b>6,20</b>
Other Receivable	0,17	0,15	0,23	0,23	0,23	0,24	0,25
Other Payable	0,07	0,30	0,43	0,19	0,10	0,10	0,11
<b>Net Working Capital</b>	<b>6,40</b>	<b>4,61</b>	<b>5,24</b>	<b>5,41</b>	<b>5,55</b>	<b>5,85</b>	<b>6,34</b>
Severance Indemnities & Other Provision	2,30	2,06	2,27	2,27	2,30	2,32	2,33
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>17,29</b>	<b>14,99</b>	<b>15,06</b>	<b>14,32</b>	<b>13,68</b>	<b>13,43</b>	<b>13,74</b>
Share Capital	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Reserves	8,01	8,24	8,53	8,46	9,30	10,19	11,19
Net Profit	0,28	0,30	(0,07)	0,84	0,89	1,00	1,24
<b>Equity</b>	<b>9,01</b>	<b>9,25</b>	<b>9,18</b>	<b>10,02</b>	<b>10,91</b>	<b>11,91</b>	<b>13,15</b>
Cash and Cash Equivalent	1,90	4,80	4,53	4,11	3,53	4,53	4,86
Short-Term Debt	2,54	2,95	2,09	1,80	1,20	1,60	1,50
Leasing	4,99	4,62	3,46	3,10	2,60	2,25	2,05
Medium-Long-Term Financial Debt	2,66	2,96	4,86	3,50	2,50	2,20	1,90
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,28</b>	<b>5,73</b>	<b>5,88</b>	<b>4,29</b>	<b>2,77</b>	<b>1,52</b>	<b>0,59</b>
<b>TOTAL SOURCES</b>	<b>17,29</b>	<b>14,99</b>	<b>15,06</b>	<b>14,31</b>	<b>13,68</b>	<b>13,43</b>	<b>13,74</b>

<b>CASH FLOW (€/mIn)</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19A</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	<b>FY23E</b>	<b>FY24E</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,52</b>	<b>0,90</b>	<b>0,38</b>	<b>1,43</b>	<b>1,45</b>	<b>1,58</b>	<b>1,92</b>
Taxes	0,51	0,21	0,12	0,36	0,38	0,43	0,53
<b>NOPAT</b>	<b>1,01</b>	<b>0,70</b>	<b>0,26</b>	<b>1,07</b>	<b>1,07</b>	<b>1,15</b>	<b>1,39</b>
D&A	1,28	1,36	1,27	1,15	1,20	1,25	1,35
Change in receivable	(0,10)	1,86	0,38	(0,62)	(0,12)	(0,31)	(0,47)
Change in payable	0,28	(0,24)	(0,40)	0,19	0,14	0,18	0,21
Change in inventories	(0,09)	(0,06)	(0,66)	0,49	(0,08)	(0,15)	(0,23)
Other Changes	(0,14)	0,24	0,04	(0,24)	(0,08)	(0,02)	0,00
<b>CHANGE IN NWC</b>	<b>(0,05)</b>	<b>1,80</b>	<b>(0,63)</b>	<b>(0,18)</b>	<b>(0,14)</b>	<b>(0,30)</b>	<b>(0,49)</b>
Change in Provisions	0,10	(0,24)	0,21	0,00	0,03	0,02	0,01
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>2,33</b>	<b>3,61</b>	<b>1,10</b>	<b>2,04</b>	<b>2,16</b>	<b>2,12</b>	<b>2,26</b>
Investments	(0,12)	(0,62)	(0,92)	(0,23)	(0,46)	(0,72)	(1,18)
<b>FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS (FCFO)</b>	<b>2,21</b>	<b>3,00</b>	<b>0,19</b>	<b>1,81</b>	<b>1,70</b>	<b>1,40</b>	<b>1,08</b>
Financial Management	(0,73)	(0,40)	(0,33)	(0,23)	(0,18)	(0,15)	(0,15)
Change in Short Term Debt	(0,90)	0,41	(0,86)	(0,29)	(0,60)	0,40	(0,10)
Change in ML Term Debt	(2,46)	0,31	1,90	(1,36)	(1,00)	(0,30)	(0,30)
Change in Financial Debt	(4,62)	0,36	(0,13)	(2,01)	(2,10)	(0,25)	(0,60)
Change in Leasing	(1,27)	(0,36)	(1,17)	(0,36)	(0,50)	(0,35)	(0,20)
Change in Equity	0,04	(0,05)	(0,00)	(0,00)	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (FCFE)</b>	<b>(3,10)</b>	<b>2,90</b>	<b>(0,27)</b>	<b>(0,42)</b>	<b>(0,58)</b>	<b>1,00</b>	<b>0,33</b>

Source: Gel and Integrae SIM estimates

## 1.1 I risultati del FY20

I risultati del FY20 sono positivi, considerata la pandemia che tutt'ora ci attanaglia, e sostanzialmente in linea con le nostre stime. I ricavi sono risultati in flessione del 12,7% YoY a €14,4 mln (€14 mln la nostra stima). Nel corso del secondo semestre è emersa una ripresa degli ordini quale effetto dell'allentamento delle restrizioni che ha caratterizzato l'andamento del primo semestre e che ha comportato la chiusura dell'attività di molti dei clienti e il rinvio di alcune commesse industriali.

Le vendite in Italia diminuiscono dell'8,4% YoY a € 10,9 mln, mentre le vendite estere diminuiscono del 25,5% a € 3,5 mln con una incidenza pari a circa il 24% (dal 28%) del fatturato.

La Divisione Domestica, con applicazioni e prodotti dedicati al trattamento delle acque per uso domestico e alla manutenzione di impianti residenziali, ha registrato ricavi sostanzialmente stabili e pari a circa € 12,5 mln (€ 12,7 nel FY19). La Divisione Industriale, con applicazioni e strumentazioni destinate ai settori industriale, municipale, alberghiero, medicale e navale, ha visto i ricavi scendere del 52,6% YoY a € 1,8 mln.

L'Ebitda è in flessione del 27,3% YoY a € 1,65 mln (€ 1,68 mln la nostra stima) quale effetto dalla riduzione dei ricavi sopra descritta. Nonostante le operazioni volte a contenere tutte le principali voci di costo, come ad esempio il ricorso alla Cassa Integrazione Covid-19, che ha permesso di ridurre il costo del personale del 9,1%, oltre ad operazioni volte al miglioramento dell'efficienza generale della struttura, che hanno consentito una riduzione del costo per servizi del 17,2% rispetto al FY19, l'Ebitda margin si riduce all'11,5% (13,7% nel FY19).

**Fig. 2 – 2020 actual vs forecast**

€ mln Data	2020A		
	Actual	Forecast	% ch
Revenues	14,36	14,00	2,5%
Ebitda	1,65	1,68	-2,1%
<i>Ebitda margin</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,0%</i>	
Ebit	0,38	0,38	-0,3%
<i>Ebit margin</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,7%</i>	

La PFN Adjusted (inclusiva dei debiti per leasing) è pari a € 5,9 mln e risulta sostanzialmente stabile rispetto al 31 dicembre 2019 (€ 5,7 mln).

Nel corso del 2020 il lavoro del management non è stato teso solo al recupero di redditività (avuto riguardo soprattutto alla divisione industriale) ma anche ad un allargamento della base dei ricavi. Segnaliamo in particolare la firma di un importante accordo di fornitura con FERVI S.p.A. (cfr. comunicato stampa del 23 aprile us) nel mese di aprile per la realizzazione immediata di dispositivi volti alla sanificazione personale e di superfici, e all'implementazione di modalità di lavoro c.d. agile per il resto della forza lavoro.

Ulteriori misure poste in essere hanno riguardato:

- il ricorso agli ammortizzatori sociali, mediante attivazione della CIG per il periodo marzo - giugno 2020 che ha coinvolto in parte sia i reparti produttivi che gli uffici in sede;
- l'ottenimento di liquidità, per far fronte ad eventuali future esigenze data la generale incertezza del periodo, mediante la stipula di nuovi contratti di finanziamento, in parte già erogati nel mese di marzo, mentre il resto è stato erogato successivamente alla chiusura del periodo;
- l'adesione all'iniziativa "io pago i fornitori", al fine di rispettare tutti gli impegni presi con le altre aziende, garantendo tutti i pagamenti alle scadenze accordate in precedenza.

Il 2020 è stato altalenante. Il primo semestre ha confermato il persistere delle condizioni di debolezza del mercato e di una generale incertezza nell'economia italiana. L'emergenza sanitaria legata alla diffusione del virus COVID-19 e le misure straordinarie introdotte dalle autorità competenti per contenerla hanno determinato un peggioramento delle condizioni generali dell'economia a livello globale di cui al momento è difficile prevedere sia la portata sia la durata.

Nel corso del secondo semestre e con maggiore forza sul fine d'anno sono tuttavia emersi segnali incoraggianti degli ordinativi che, in assenza di nuovi shock esogeni, dovrebbero consentire una ripresa stabile e duratura del mercato.

La Società continua a monitorare con estrema attenzione sia l'evolversi dell'emergenza sanitaria legata al COVID-19 che le potenziali ricadute sui mercati di riferimento, mantenendo un'attenzione proattiva e costante al contenimento di tutti i costi e all'individuazione di iniziative che possano ulteriormente mitigare il rischio legato ai ricavi a tutela di redditività e flussi di cassa attesi.

## 1.2 Il Piano strategico 2020-22E

In data 24 settembre 2020 (cfr. Comunicato stampa in pari data), il Consiglio di Amministrazione ha deciso di rivedere i dati previsionali contenuti nel Piano Industriale 2019-2021 (cfr. Comunicato stampa del 26 marzo 2019), approvando le linee guida strategiche per il biennio 2021 – 2022E e il nuovo Piano Industriale 2020 – 2022E, aggiornato sulla base dell'attuale situazione macroeconomica nonché sulla prevedibile evoluzione del mercato di riferimento.

L'obiettivo del Piano Industriale 2020-2022E è quello di accelerare la crescita e la redditività tramite la riorganizzazione aziendale e lo sviluppo di nuovi canali di vendita e nuovi mercati esteri.

Gli obiettivi a regime del piano sono riassumibili nei seguenti:

- recupero completo del fatturato della divisione domestica entro il 2021 rafforzando e consolidando la posizione di leadership nel mercato Italia;
- conferma ed espansione della nuova linea di prodotti igienizzanti, messa a punto nel 2020 per rispondere alla domanda di tali prodotti a causa del COVID-19;
- incrementare la competitività e la profittabilità aziendale continuando a fare leva sui costi di produzione di una serie di prodotti maturi ma fondamentali per coprire il mercato e indirizzando alcune risorse verso attività percepite a maggior valore aggiunto dalla clientela;
- riorganizzare la divisione industriale e aumentarne il livello di collaborazione con la divisione domestica per fare focus sugli impianti di taglia medio piccola;
- continuare a valutare possibili operazioni di M&A per accrescere più rapidamente i volumi di vendita e accedere più rapidamente a segmenti di mercato non coperti o a mercati geografici non presidiati.

Il piano prevede nel 2022E il raggiungimento di ricavi netti pari a €15,3 mln, Ebitda di €2,6 mln e una PFN adjusted di €2 mln.

Rispetto alle principali previsioni economico finanziarie riportate nel nuovo Piano Industriale evidenziamo che:

- il fatturato è in linea con quanto previsto registrando un +2,8% rispetto a € 14,0 mln attesi dal Management;
- l'Ebitda mostra un lieve scostamento di circa € 0,1 mln con un valore consuntivo di circa € 1,6 mln (Ebitda margin dell'11,5%) rispetto al valore previsionale di € 1,7 mln (Ebitda margin del 12,3%). Tale scostamento è stato causato principalmente da un costo del personale leggermente superiore al previsto.
- la Posizione Finanziaria Netta Adjusted risulta pari a € 5,9 mln rispetto al dato previsionale € 5,4 mln con uno scostamento di circa € 0,5 mln, principalmente legato all'aumento del capitale circolante netto.

Il Management conferma per gli esercizi 2021 e 2022 le linee guida strategiche e le previsioni economico finanziarie del Piano Industriale 2020 -2022.

### 1.3 La revisione delle stime 2021 - 23E

In assenza di nuovi shock esogeni, nel medio-lungo periodo il mercato dovrebbe riassetarsi sui suoi trend di crescita storici, che sono legati a trend strutturali molto chiari e resilienti, alcuni accentuati o creati proprio dal fenomeno COVID-19. I principali key drivers sui quali si basa il nuovo piano industriale, che prevede uno scenario V-shaped, sono i seguenti:

- prescrizioni legislative (inclusi i recentissimi sgravi al 110% concessi in Italia per gli interventi di efficientamento energetico) che favoriscono o impongono l'utilizzo di diversi dei prodotti GEL, sia in campo domestico che industriale;
- allargamento del parco installato delle caldaie a condensazione;
- aumento della sensibilità nei confronti dei temi ambientali e del risparmio energetico;
- aumento della richiesta di acque domestiche di qualità, sia per farne uso alimentare che per minimizzare le spese di manutenzione e riparazione di impianti idraulici e termosanitari legate alla durezza o in generale alla cattiva qualità delle acque di acquedotto;
- aumento dell'attenzione alle tematiche della sanificazione, in particolare di quelle legate al condizionamento dell'aria.

Alla luce delle difficoltà della divisione industriale che, nonostante la graduale ripresa dell'attività economica, mostra solo deboli segnali risveglio. abbiamo di conseguenza rivisto le nostre stime 2021-23E nel modo seguente:

**Fig. 3 – Estimates Updates**

€mln data	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% ch	Old	New	% ch	Old	New	% ch
Revenue	14,55	16,00	10,0%	15,30	16,48	7,7%	17,00	17,39	2,3%
Ebitda	2,26	2,58	14,0%	2,62	2,65	1,1%	3,17	2,83	-10,8%
<i>Ebitda margin</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,1%</i>		<i>17,1%</i>	<i>16,1%</i>		<i>18,6%</i>	<i>16,3%</i>	
Ebit	1,16	1,43	23,0%	1,57	1,45	-7,8%	2,02	1,58	-21,9%
<i>Ebit margin</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,9%</i>		<i>10,3%</i>	<i>8,8%</i>		<i>11,9%</i>	<i>9,1%</i>	

Source: Integrae SIM

Le nostre stime prevedono nel 2021E una ripresa del settore domestico trainata dai key drivers individuati e sui quali si basi il piano industriale della società che condividiamo. Rispetto alle stime precedenti abbiamo effettuato un upgrade del 10% e del 14% per il fatturato e l'Ebitda a € 16 mln e € 2,58 mln rispettivamente.

In crescita rispetto alle stime precedenti pure le revenues del 2022E il 2023E. Abbiamo inoltre effettuato un fine-tuning dell'Ebitda, oltre alle stime per il 2024F, dove ci aspettiamo un Ebitda di € 3,27 con un Ebitda margin del 17,4%. Riteniamo che tale livello di Ebitda sia sostenibile nel medio / lungo periodo grazie alla totale revisione dei costi complessivi che ha comportato una riduzione dei costi di struttura che nel 2024E abbiamo stimato di 6,0 punti percentuali rispetto al 2020A di cui circa 2,0 punti percentuali relativi ai costi fissi.

A fronte quindi di un CAGR 2020-43E dei ricavi del 7,0% ci aspettiamo invece un recupero di marginalità molto più forte (Ebitda CAGR 20-24E pari al 19%).

## 2. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'*equity value* di Gel sulla base della metodologia DCF e dei multipli di mercato di un campione di società comparabili.

### 2.1 DCF Method

**Fig. 3 – WACC**

WACC		6,32%	
Risk Free Rate	-0,30%	$\alpha$ (specific risk)	2,50%
Market Premium	6,85%	Beta Adjusted	0,98
D/E (average)	114,75%	Beta Relevered	1,79
Ke	8,91%	Kd	5,63%

Source: Integrae SIM

A fini prudenziali, abbiamo inserito un rischio specifico pari al 2,5%. Ne risulta quindi un WACC del 6,32%

**Fig. 4 – DCF Valuation**

DCF Equity Value		19,2	
FCFO actualized	4,8		19%
TV actualized DCF	20,3		81%
<b>Enterprise Value</b>	<b>25,1</b>		<b>100%</b>
NFP (FY20A)	5,9		

Source: Integrae SIM

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumptions*, ne risulta un **equity value di €19,2 mln.**

**Fig. 5 – Equity Value - Sensitivity analysis**

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
2,5%		48,3	38,8	32,1	27,2	23,4	20,4	17,9
2,0%		39,6	32,8	27,7	23,9	20,8	18,3	16,3
1,5%		33,5	28,3	24,4	21,3	18,8	16,7	14,9
1,0%		29,0	24,9	21,8	19,2	17,0	15,2	13,7
0,5%		25,5	22,3	19,6	17,4	15,6	14,0	12,7
0,0%		22,8	20,1	17,8	16,0	14,4	13,0	11,8
-0,5%		20,5	18,3	16,4	14,7	13,3	12,1	11,0

Source: Integrae SIM

## 2.2 Market multiples

Il nostro panel è formato da società operanti nello stesso settore di Gel, ma con una capitalizzazione maggiore. Queste società sono le stesse utilizzate per il calcolo del Beta per il DCF *method*.

**Fig. 6 – Market Multiples**

Company	EV/Ebitda				EV/Ebit				P/E			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
Beijing OriginWater Technology Co., Ltd.	14,6	11,9	10,2		23,7	19,1	15,3	17,3	15,5	12,5	10,9	10,9
Daikin Industries, Ltd.	18,8	16,2	14,7		28,5	24,1	20,5	15,2	41,5	33,8	29,2	28,1
Danaher Corporation	28,3	22,5	21,0	19,5	40,7	30,7	28,1	26,6	37,4	30,1	27,9	25,8
Graham Corp.	12,7	n.m.	6,7		n.m.	n.m.	9,5		n.m.	26,5	25,6	
HanKore Environment Tech Group Ltd.	7,6	6,8	6,1	5,3	8,0	7,0	6,3	5,6	4,2	3,7	3,3	3,1
Kurita Water Industries Ltd.	11,0	10,3	9,5		17,8	16,5	14,9		27,3	24,0	21,3	
Pentair plc	19,7	17,8	16,7	15,5	21,5	19,5	18,2	16,6	24,9	22,3	20,5	19,2
<b>Average</b>	<b>16,1</b>	<b>14,3</b>	<b>12,1</b>	<b>13,4</b>	<b>23,4</b>	<b>19,5</b>	<b>16,1</b>	<b>16,2</b>	<b>25,1</b>	<b>21,9</b>	<b>19,8</b>	<b>17,4</b>

Source: Infinancials

L'*equity value* di Gel utilizzando i *market multiples* EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E risulta essere pari a circa €20,7 mln. A questo valore, abbiamo applicato uno sconto del 25% in modo da includere nel prezzo anche la minore liquidità che il titolo Gel ha rispetto alle società incluse nel panel oltre che a una capitalizzazione più bassa. Pertanto, ne risulta un *equity value* di € 15,5 mln.

## 2.3 Equity Value

**Fig. 7 – Equity Value**

<b>Average Equity Value (€/mln)</b>	<b>17,36</b>
Equity Value DCF (€/mln)	19,18
Equity Value multiples (€/mln)	15,53
<b>Target Price (€)</b>	<b>2,41</b>

Source: Integrae SIM

L'*equity value* medio è pari a €17,4 mln. Il *target price* è quindi di €2,41 (prev. €1,77). Confermiamo il *rating* BUY e il rischio MEDIUM.

#### Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. INTEGRÆ SPA is comprised of the following analysts who have gained significant experience working for INTEGRÆ and other intermediaries: Antonio Tognoli. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Antonio Tognoli is Integræ SIM's current Head of Research, Vice President of Associazione Nazionale Private and Investment Banking – ANPIB, member of Organismo Italiano di Valutazione – OIV and Journalists guild. Mattia Petracca and Emanuele Negri are current financial analysts.

#### Disclaimer

This publication was produced by INTEGRÆ SIM SpA. INTEGRÆ SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRÆ SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRÆ SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies. Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRÆ SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The table below, shows INTEGRÆ SIM's recommendation, target price and risk issued during the last 12 months:

Date	Price	Recommendation	Target Price	Risk	Comment
27/04/2020	0,71	Buy	2,17	Medium	Fervi Agreement
19/05/2020	0,88	Buy	2,17	Medium	1Q20 Revenues
17/06/2020	0,89	Buy	2,17	Medium	New Product Line
30/07/2020	0,90	Buy	2,17	Medium	1H20 Preliminary Results
30/09/2020	0,71	Buy	1,77	Medium	1H Results
16/02/2021	0,81	Buy	1,77	Medium	FY20 Preliminary Results

The list of all recommendations on any financial instrument or issuer produced by Integræ SIM Research Department and distributed during the preceding 12-month period is available on the Integræ SIM website.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRÆ SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRÆ SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRÆ SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRÆ SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRÆ SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integræ SIM S.p.A. has formalised a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integræ SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRÆ SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRÆ SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRÆ SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integræ SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained

in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

**Rating system (long term horizon: 12 months)**

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating and/or target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

**Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)**

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

**Conflict of interest**

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- Integrae SIM S.p.A. It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Nominated Adviser of the Gel S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. It pays, or has paid in the past 12 months inside of the engagement of specialist, research services in favor of Gel S.p.A.;
- Integrae SIM S.p.A. He plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Gel S.p.A.
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.

At the Integrae SIM website you can find the archive the last 12 months of the conflicts of interest between Integrae SIM and issuers of financial instruments, and their group companies, and referred to in research products produced by analysts at Integrae.